Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

Selective Credit Cycle (견조한 소비 Vs. 취약한 기업)

연체율 상승과 고용 둔화 속에서 제기된 소비 둔화 우려

최근 시장이 가장 우려한 지점은 "연체율과 고용이 흔들리기 시작한 상황에서 소비가 무너지지는 않을까?"라는 질문이었다.

실제 신용카드·자동차·학자금 대출 중심의 연체율이 과거 금융위기 수준만큼 빠르게 오르고 고용지표도 약해지면서, 일부에서는 소비 둔화가 곧 금융시장 불안으로 전이될 것이라는 전망까지 제기되었다. 그러나 전체 연체율이라는 거친 지표만으로 판단하기보다 실제 소비자 신용을 직접 취급하는 카드사와 BNPL (Buy Now Pay Later) 기업의 데이터를 확인하는 것이 현실을 더 잘 설명한다.

카드사·BNPL 데이터는 '생각보다 견조한 소비'를 보여주는 가운데..

JP Morgan, American Express, Capital One, Klarna는 서로 다른 고객군을 기반으로 신용 비즈니스를 운영하고 있다. 그럼에도 이들이 공개한 연체율·순상각·충당금 흐름은 총량 연체율 상승과는 다른, 상대적으로 안정적인 소비 상태를 반영하고 있다.

American Express는 업계 최저 수준의 연체율을 유지했고, JP Morgan 역시 충당금 비중을 팬데믹 직후와 크게 다르지 않은 수준에서 관리하고 있었다. 저신용 비중이 가장 큰 Capital One조차 2025년 들어 연체율 개선 폭이 계절성을 넘어서는 흐름을 보였다. BNPL 대형사인 Klarna의 충당금 증가 또한 소비 악화 때문이 아니라 상품 확장에 따른 회계적 반영에 가깝다고 보고하였다.

이러한 흐름은 신용회사들의 낙관론 때문이 아니라 실제 이들 고객층에서 신용 스트레스가 크게 나타나지 않고 있기 때문이라는 점을 시사한다.

카드사·BNPL이 바라보는 고객군은 전체 소비자와 다르다

총량 연체율이 빠르게 상승한 것과 달리 카드사 지표가 견조한 이유는, 이들이 포착하는 소비자 집단이 미국 전체와 동일하지 않기 때문이다.

대형 카드사 대부분은 중상위층 비중이 높고, 이 계층은 물가 압력 속에서도 연체 증가가 제한적이었다. American Express와 JP Morgan이 팬데믹 이전 수준에 가까운 연체율을 유지하는 것은 바로 이러한 고객 구성의 영향이다.

다시 말해, 카드사 지표는 "미국 소비 전체의 모습"을 그대로 반영하기보다, 충격에 둔감한 중상위층의 신용 상태가 평균을 끌어올리고 있는 결과로 보는 것이 정확하다. 이 때문에 연체율 총량은 경고음을 울리지만, 카드사 데이터는 안정 신호를 동시에 보여주는 현상이 나타날 수 있었던 것이다.

대신, 연체가 집중된 계층을 기반으로 하는 기업에서는 균열이 발생

문제는 카드사가 포착하는 소비자층은 전체의 일부이며, 연체가 집중적으로 발생한 집단은 저소득·저신용층이라는 점이다. 그리고 이들을 핵심 고객으로 삼는 미들마켓 (MM) 기반 기업에서는 이미 충격이 훨씬 빠르게 전개되고 있다.

대표적인 사례가 Tricolor Holdings다. 서브프라임 자동차대출 고객의 상환 지연이 누적되면서 회수 현금흐름이 급감했고, 자금 순환을 유지하기 위해 담보를 반복적으로 재사용하는 구조가 확대되며 유동성 경색이 심화되었다. 여기에 더해 불법 이중담보 문제가 표면화되며 즉각 파산으로 이어졌다. First Brands도 유사한 구조적 취약성을 드러냈다. 매출은 유지되었지만 매출채권 회수기간 (DSO)이 늘어나며 운전자본이 빠르게 악화되었고, 단기 차입 의존도가 높아 조달비용 상승이 즉각 유동성 압력으로 전가되어 청산된 사례다.

Rent-to-Own (RTO, 저신용층 대상의 가구·가전 렌탈업) 업종은 연체율 변화에 가장 민감하게 반응했다. 월 단위 렌탈료가 핵심 현금흐름이기 때문에 연체율이 소폭만 높아져도 매출 공백과 회수 비용, 재고 손실이 동시에 발생했고 여러 업체가 매장 축소와 비용 구조조정을 반복하고 있다.

중고차 딜러 네트워크에도 충격이 확산되고 있다. 서브프라임 Auto ABS 회수율 하락과 금융기관의 LTV 축소가 겹치며 재고금융 (Floorplan Financing, 기업이 보유 중인 재고를 담보로 금융기관에서 자금을 조달하는 단기 금융) 자체가 막히기 시작했고, 최근 US Dealer Floorplan MPR (재고금융 스트레스 판단 지표) 상승 역시 재고 금융이 조여들며 딜러가 상환을 서두르는 흐름이 반영된 것으로 판단된다. 이 과정에서 일부 딜러는 재고 조달이 어려워 폐업 또는 매각을 선택하고 있다. 서브프라임 Auto Loan Originator (서브프라임 자동차대출을 발행·유통하고 ABS 기초자산을 공급하는 기관)들도 ABS 시장 악화의 직접적 타격을 받고 있다. 헤어컷 확대와 발행 위축으로 조달비용이 오르자, 대손비용이 소폭만 증가해도 자본구조가 흔들려 인력 감축·사업부 매각으로 이어지고 있다.

중소 BNPL 기업 또한 상환 지연률 상승과 조달비용 확대가 겹치며 운영현금흐름이 빠르게 훼손되었고, 대형사와 달리 자본여력이 부족한 기업들은 구조조정 단계로 이동하고 있다.

즉, 연체가 집중된 계층을 기반으로 하는 산업부터 현금흐름 붕괴와 유동성 압박이 발생하는 전형적인 신용 사이클 후반부가 전개되고 있는 것이다. 이는 금융시스템 전체의 불안과는 또 다른, 취약 소비층 중심의 선택적 충격이 될 수 있다.

소비 붕괴가 아니라 '선별적 신용 사이클'이 진행 중

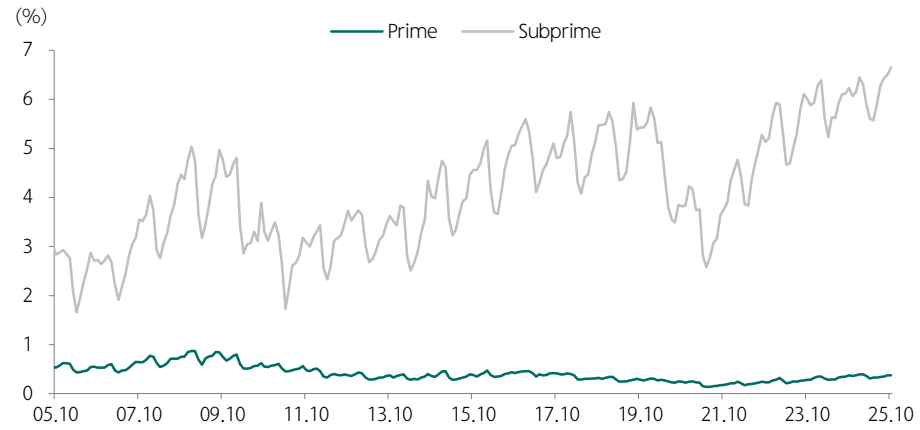
카드사·BNPL이 보여준 안정 신호와 총량 연체율이 보여준 취약 신호는 서로 모순되었다기보다는 계층별·신용등급별로 서로 다른 사이클이 동시에 진행되면서 나타난 현상인 것이다. 지금의 위험은 금융시스템 전체의 붕괴가 아니라, 연체가 집중된 계층과 그 계층을 기반으로 한 산업·기업에서 먼저 나타나는 국지적 디폴트 사이클, 즉 "Selective Credit Cycle"로 해석하는 것이 타당하다.

향후 전개 방향은 우선 전체 신용시장 긴장으로 번지기보다는, 저신용·단기조달·재고금융 의존도가 높은 비즈니스에서 부실이 추가적으로 나타나는 흐름이 이어질 수 있겠다. 반면 중상위층을 기반으로 한 우량 소비·신용 부문은 비교적 견조한 가운데 신용시장의 양극화를 더욱 심화시킬 수 있다. 이러한 구조적 분리는 2026년에 걸쳐 취약 구간과 비취약 구간 간의 스프레드 차이를 더욱 벌리는 방향으로 신용시장을 이끌 것으로 보인다.

KEY CHART

도표 1. 자동차 대출 연체율 (연체 60일 경과)

* 특히, Subprime 자동차 대출 연체율은 지난 금융 위기 수준을 훌쩍 상회하는 모습

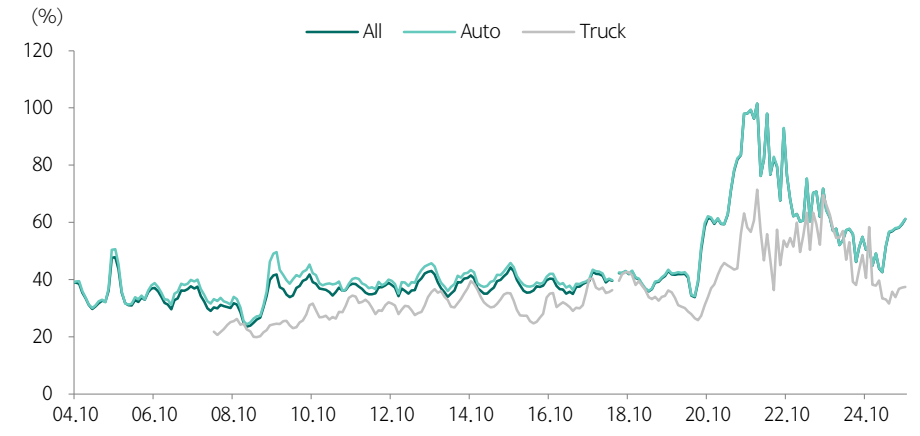


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 자동차 딜러들의 재고 금융 상환 속도 (Floorplan MPR Index)

* 최근 가파르게 치솟는 자동차 딜러들의 재고 금융 상환 속도

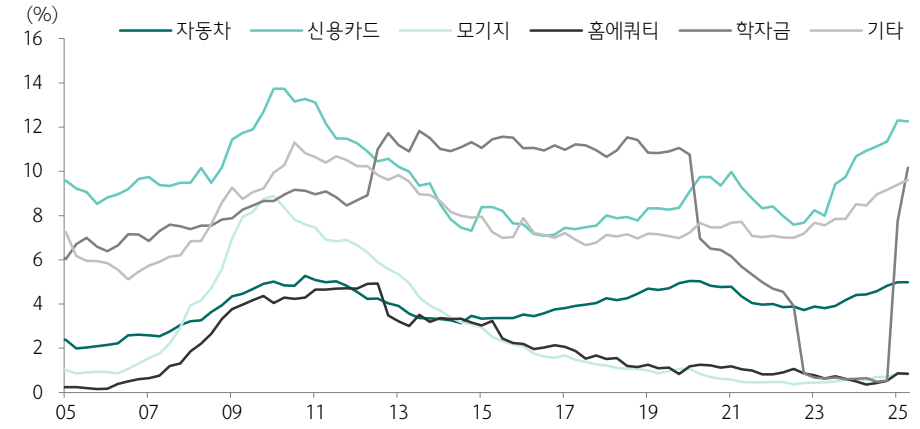
이는 금융기관의 재고 금융 지원이 제한되면서 상환 압박이 나타나는 증거로 해석 가능



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 각 항목별 대출 연체율

* 신용카드·자동차·학자금 대출의 연체율은 과거 금융 위기 수준까지 진행된 상태



자료: FRB of N.Y., 하나증권

도표 4. 미국 카드사별 신용 비즈니스 형태

기업	고객군 특성	문서 기반 주요 정량 데이터	신용지표 흐름	경기 민감도	해석
American Express (AXP)	상위층 ·고신용군 중심	- 충당금 비율 약 4% 안정 - 순상각비 업계 최저 - 연체율 팬데믹 이전보다 낮거나 비슷	- 연체율 변동 없음 - 25년 일부 충당금 환입	매우 낮음	안정성 최고. 경기 둔화·연체 상승이 거의 반영되지 않는 고객 구성
JPMorgan Chase (JPM)	광범위 포트 (중상위층↑)	- 카드 대출잔액 $235bn - 연체율 약 1.8% - 충당금 6~6.7% 범위 유지	- 순상각비 팬데믹 이후 상승했지만 안정구간 진입 - 연체 흐름 예상보다 개선	낮음~중간	포트폴리오가 넓어 충격 흡수력 높음. 경기 둔화는 완만하게 반영.
Capital One (COF)	저신용 ·중하위비중 큼	- 연체율 최근 상승 - 순상각비 상승 후 안정화 - 2025년 충당금 환입 (buyback) 발생	- 2025년 연체 개선이 계절성을 초과 - CEO: "Improvement exceeded usual seasonality"	높음	경기 변화에 가장 민감. 다만 2025년에는 예외적으로 개선이 두드러진 양상.
Klarna (BNPL)	중상위층 + Fair Financing 확장	- GMV $32.7bn - 실현손실 0.39~0.48% - Fair Financing 연체율 −5% YoY - 충당금 +28bp, 확장 영향	- 손실률 안정적 - 확장에 따른 충당금 증가 착시	중간	BNPL 특유의 탄력성은 있으나 대형사는 안정. 충당금 증가는 소비 악화 때문 아님

자료: 하나증권

도표 5. 미들마켓 기반의 업종 및 기업별 부실 유형

기업/업종	고객군·사업모델	부실이 발생한 핵심 원인	나타난 부실 형태	구조적 취약점
Tricolor (서브프라임 오토)	서브프라임 자동차 구매자 대상 대출·판매	연체 증가 → 현금 회수 급감 → 자금 순환 붕괴	담보 재사용 확대 → 규제 리스크 표면화 → 파산	현금흐름 의존도 높고, 재조달 구조가 취약
First Brands (오토 부품 유통)	중·하위층 소비 기반의 애프터마켓 매출	DSO 증가로 회수 지연 → 운전자본 급락	단기 SCF·MM 대출 상환 부담 확대	DSO 민감도↑ + 단기 조달 비중↑
Rent-to-Own (RTO: Aaron's, Rent-A-Center)	저신용 소비자 대상 월 단위 렌탈 (가구·가전)	연체율 1~2%p 상승 → 매출 공백·회수 비용·재고 손실 동시 발생	매장 축소, 비용조정, 구조조정 확대	연체–매출–재고 리스크 동시에 발생 가능
중고차 딜러 네트워크	서브프라임 비중이 높은 지역의 딜러 네트워크	Auto ABS 회수율 하락 + LTV 축소 → 재고 금융 중단	폐업·매각·재고 축소	재고 금융 의존도↑ + 서브프라임 노출↑
Subprime Auto Loan Originators	서브프라임 자동차대출 발행·ABS 기초자산 공급자	ABS 헤어컷 확대 → 신규 발행 축소 → 조달 비용 급등	인력 감축, 사업부 매각, 신용공급 축소	ABS 시장 의존도↑ + 대손비용에 과민
중소 BNPL 업체	저신용·중하위층 대상 소액·단기 BNPL	상환 지연 증가 + 조달비용 상승	운영현금흐름 악화 → 구조조정	자본 여력 부족 + 조달비용 변동에 취약

자료: 하나증권